

再论利用未公开信息交易行为

——行政执法与刑事司法的冲突及其弥合*

吴明晖** 杨 芸***

摘要:长时间以来,禁止利用未公开信息交易的法理基础并不明晰:一方面,“无先而后”的刑事立法模式造成了金融领域行政立法与刑事立法的背离;另一方面,十多年的司法实践与行政执法实践各自又扩大了此种分歧。随着新《证券法》的修订,金融监管领域禁止利用未公开信息交易的主体范围大幅扩张,行政执法过程中原先坚持的“背信行为说”已不足以对所有利用未公开信息交易行为进行概括解释。这正是禁止利用未公开信息交易法理基础走向统一以及行政执法与刑事裁判实践分歧消弭的契机。然而,坚持“内幕交易说”以及在内幕交易与利用未公开信息交易并行立法的模式下,仍留下了一些有待解决的议题。

关键词:利用未公开信息交易 背信行为 内幕交易

长期以来,关于规制利用未公开信息交易的法

* 本文仅代表作者个人观点,与所任职单位无关。

** 上海证券交易所上市公司监管一部副总经理。

*** 上海证券交易所巡回审理协作部员工。

理基础主要存在“内幕交易说”和“背信行为说”两种理论。“内幕交易说”认为,利用内幕交易和未公开信息交易的区分主要在于信息层面,一个是围绕发行人本身,另一个是运用除外表述的方式兜底包含了其他重要信息,如政策信息、行业信息或交易信息。^[1]“背信行为说”认为,利用未公开信息交易是特定行为主体在受托责任项下对特定信义义务的违反,属于背信罪的范畴,实践中,中国证监会及司法机关也支持背信行为说。^[2]除这两种学说外,近年来,也有学者提出其他观点,例如有学者认为,利用未公开信息交易存在各种不同模式的违法违规行,各自具有不同的法律性质,将其纳入统一的法律规范、追究同样的法律责任并不合适。^[3]综上所述,关于禁止利用未公开信息交易的法理基础存在较大分歧。

一、禁止利用未公开信息交易立法溯源

(一) 漏洞填补的立法目的

2007年5月,上投摩根基金管理有限公司研究员兼阿尔法基金经理助理唐某因涉嫌利用内幕信息违规投资被中国证监会立案调查。^[4]2008年4月21日,中国证监会对唐某作出行政处罚。该案中,唐某在向有关基金二级股票池和阿尔法基金推荐买入“新疆众和”股票的过

[1] 参见古家锦:《利用未公开信息交易罪司法适用的疑难问题研究》,载《政治与法律》2015年第2期;王涛、汤琳琳:《利用未公开信息交易罪的认定标准》,载《法学》2013年第2期。

[2] 参见夏中宝:《“老鼠仓行为”违法性本质的法律经济学分析——兼与内幕交易、“抢帽子操纵”比较分析违法性本质》,载《中财法律评论》2012年第4期;黄鑫:《从“老鼠仓”事件谈增设背信罪之必要》,载《中国刑事法杂志》2009年第2期;顾肖荣:《对刑法修正案(七)(草案)三个条文的修改建议》,载《政治与法律》2009年第1期。另外参见中国证监会(2019)43号、(2010)27号、(2008)22号行政处罚决定书。

[3] 参见彭冰:《重新定性“老鼠仓”——运动式证券监管反思》,载《清华法学》2018年第6期。

[4] 参见《证监会揪出国内首例老鼠仓,唐建承认行为违法》,载新浪财经, <http://finance.sina.com.cn/focus/tangjianinsiderdealing/>, 2021年2月17日访问。

程中,先于阿尔法基金买入并在其后连续买卖该股,获利150万余元。^{〔5〕} 尽管唐某因该俗称“老鼠仓”的事件被取消基金从业资格、罚款50万元并受到终身市场禁入处罚,但这样的处理结果仍无法让广大基民满意。对此,中国证监会有关部门负责人解释,对唐某的查处仅止于行政处罚,是因为《刑法》没有明确规定这类行为构成犯罪,按照罪刑法定原则,无法将唐某一案移交司法部门追究刑事责任。中国证监会因此呼吁立法机关把这类行为规定为犯罪。^{〔6〕} 在这一时代背景下,《刑法修正案(七)》增设利用未公开信息交易罪。相关立法草案说明中记载,“有些全国人大代表和中国证监会提出,一些证券投资基金管理公司、证券公司等金融机构的从业人员,利用其因职务便利知悉的法定内幕信息以外的其他未公开的经营信息,如本单位受托管理资金的交易信息等,违反规定从事相关交易活动,牟取非法利益或者转嫁风险。这种被称为‘老鼠仓’的行为严重破坏金融管理秩序,损害公众投资者利益,应当作为犯罪追究刑事责任”。^{〔7〕} 由此可见,《刑法修正案(七)》利用未公开信息罪的增设反映出当时证券期货犯罪的严峻形势,同时也充分体现了立法者填补漏洞的考量,即尽管“老鼠仓”行为严重破坏了金融市场秩序、损害了投资者利益,但根据《刑法》规定,内幕信息的范围应当由有关的法律和行政法规确定,而由于法律和行政法规对于内幕信息规定的不足,基金投资经营信息无法纳入内幕信息的范畴,根据罪刑法定原则无法追究此种行为的刑事责任,因此必须设立增设新罪。也即现行《刑法》第180条第4款利用未公开信息交易罪的本质是为了填补证券期货犯罪中的立法漏洞。

(二) 与内幕交易罪并行式立法结构

刑事领域中利用未公开信息交易罪采取了与内幕交易罪并行式的立法模式,但综观境外资本市场,多数国家都未针对利用未公开信息交易行为进行单独立法,而是依据不同的法理基础或价值取向将其整合

〔5〕 参见中国证监会〔2008〕22号行政处罚决定书。

〔6〕 参见《证券市场“老鼠仓”法律规制研讨会》,载正义网直播,<http://live.jcrb.com/html/2008/228.htm>,2021年2月17日访问。

〔7〕 参见《刑法修正案(七)草案全文及说明》,载中国人大网,http://www.npc.gov.cn/zgrdw/huiyi/lfzt/xfq/2008-08/29/content_1447399.htm,2021年2月1日访问。

到其他立法类别中予以规制。以美国为例,自 20 世纪 30 年代以来,《1933 年证券法》《1934 年证券交易法》《1940 年投资公司法》《1940 年投资顾问法》等重要法案先后出台,其中《1934 年证券交易法》第 10 (b)条规定证券发行与交易过程中的欺诈行为属于非法行为。1942 年,美国证券委员会(以下简称 SEC)根据《1934 年证券交易法》的授权制定了规则 10b-5,旨在禁止一切与证券买卖有关的欺诈行为。尽管现行联邦法律并没有明确规定利用内幕信息的行为为非法行为,^[8]但几十年来,在联邦法官的支持下,SEC 和司法部一直利用一般的证券欺诈法规从反欺诈的角度限制内幕交易。具体到 SEC 执法实践中,起诉内幕交易并不需要说明内幕信息必须与公司有关。虽然在理论研究中,有学者会根据信息与特定公司自身状况的关联程度,将信息区分为公司信息和市场信息,^[9]但法院认为这种学理上的分类并无太大意义。例如,在 Chiarella 案中,伯格(Burger)大法官指出:“近些年来,学术论文中已经把来自公司内部并反映公司预期盈利或资产状况的公司信息(corporate information)和市场信息(market information)进行区分,然而依据条文本身及立法历史,显然《1934 年证券交易法》规则 10-b 和 SEC 的规则 10b-5 并没有作出这种区分。”^[10]

(三)“无先而后”的立罪模式

利用未公开信息交易罪的立法模式充分体现了“无先而后”的立法特点。德国学者耶林曾说过:“刑罚如两刃之剑,用之不得其当,则

[8] 尽管 2021 年 5 月 19 日美国众议院通过了《内幕交易禁止法案》,但截至 2021 年 6 月 19 日,该法案尚未通过参议院审议。

[9] See Fleischer, Mundheim & Murphy, *An Initial Inquiry into the Responsibility to Disclose Market Information*, 121 U. Pa. L. Rev. 798, 799 (1973).

[10] See *Chiarella v. United States*, 445 U. S. 222 (1980). 该案中, Chiarella 为一家财务印刷公司的雇员,其负责印制的文件中有五份为公开收购投标的声明。尽管收购公司已采用空格或者匿名的方式隐藏了目标公司的名称,但 Chiarella 还是通过文件的其他信息推断出了目标公司的身份,继而买入该公司股票并获利。初审法院和第二巡回法院都以其违反《1934 年证券交易法》第 10(b)条以及规则 10b-5 为由对 Chiarella 作出有罪判决,但联邦最高法院终审时撤销了上述判决,认为违反规则 10b-5 的基础是欺诈,如果当事人没有信息公开的义务,就不构成欺诈,在此案中, Chiarella 与目标公司的股东之间没有任何关系,没有信息公开的义务,因此没有违反规则 10b-5。

国家与个人两受其害。”刑法的谦抑性决定刑法对违法性的要求比一般法律对违法性的要求要高,作为法益保护的最后手段,刑法要求相关行为在入罪时必须达到有必要进行刑罚处罚的程度。相比行政法、民法等法律,刑法属于后置法,在行政法、民法等前置法没有将某种行为纳入规制范围之前,或者即使行为被纳入了规制范围,但在没有事实证明这些法律构筑的防线崩溃之前,刑法不可“无先而后”地直接将该种行为纳入其规制范围。^[11]

事实上,尽管中国证监会对唐某、王某敏等基金经理的违规交易行为作出了行政处罚,但当时的行政法域实际并未有专门针对利用未公开信息交易行为的法律条文。2007年唐某案事发之时,《证券投资基金法》刚刚实施不到3年(2003年颁布,2004年6月实施),还未进入修法周期,而当时的《证券投资基金法》并没有专门针对利用未公开信息交易的条款。中国证监会的行政处罚虽适用了当时的《证券投资基金法》,但适用的条款是该法第18条关于不得损害基金财产和基金份额持有人利益的原则性规定,并根据该法第97条取消行为人基金从业资格,而财产罚方面则是认为行为人属于2005年《证券法》规定的禁止参与股票交易的人员,依据《证券法》第199条禁止从业人员买卖股票的规定进行罚没。可以说在行政法并无专门规制条款的情况下,中国证监会此种法律适用选择充分展现了行政执法的灵活性。但此种程度的规制并不是基于立法与执法的对应关系,只是在“无法可依”条件下的权宜之计。直到2012年12月《证券投资基金法》修订,明令禁止利用未公开信息交易,中国证监会自此通过适用2012年《证券投资基金法》第21条第6项及其罚则第124条对基金从业人员相关违法行为进行处理,这才真正做到了“名正言顺”。而在此之前,即2007年唐某案事发到2012年基金法修改的5年间,针对利用未公开信息交易的行政立法实属空白。相比行政立法,2009年2月颁布的《刑法修正案(七)》倒是在众多呼吁之声下先行一步,针对利用未公开信息交易的行为制定专门禁止性条款,明确了本罪的构成要件和刑罚适用,为刑事

[11] 参见姜涛:《立法事实论:为刑事立法科学化探索未来》,载《法制与社会发展》2018年第1期;姜涛:《经济新常态与经济刑法体系创新》,载《法学》2016年第7期。

审判提供了法律依据,自此利用未公开信息交易犯罪正式纳入证券期货犯罪体系,利用未公开信息交易的行为终于有了对应的法律规制条文。然而,2012年《证券投资基金法》的修改仅部分解决了《刑法》利用未公开信息交易罪“无先而后”的立法弊端,原因也很明显——《证券投资基金法》的规制主体范围太窄。^[12]《刑法》的违法主体不仅包括了基金从业人员,还涉及其他金融机构、监管部门或行业协会的工作人员,^[13]单行《证券投资基金法》显然无法涵盖如此之多的主体。

(四)小结

综上,刑事立法的初衷是规制金融领域尤其是基金行业一度甚嚣尘上的“老鼠仓”行为,这与《证券投资基金法》相关条款的立法目的具有一致性。但受《证券投资基金法》调整对象范围所限,在立法之初,刑事领域利用未公开信息罪和行政执法领域常说的“老鼠仓”行为便不能一概而论,显然利用未公开信息交易罪的覆盖面要远大于基金“老鼠仓”行为。相较于传统模式的经济犯罪而言,证券期货领域属于有高度创新特性的金融领域,关于证券期货犯罪相关的立法,一方面,要在较长的期限内维持稳定;另一方面,也确实需要一定程度的超前性,从而为一些还未被法律理论充分解释的危害行为预留规范评价的空间。事实上,《刑法修正案(七)》引入利用未公开信息罪确实在这10年中对打击相关证券期货犯罪起到了极其关键的震慑作用。也许我们需要反思的并不是刑事立法走得太前太快,而是相关行政立法实在走得太慢。

[12] 根据《证券投资基金法》第21条、第39条及第124条的规定,禁止利用未公开信息交易的主体包括基金管理人、基金托管人及其董事、监事、高级管理人员和其他从业人员。

[13] 根据《刑法》第180条第4款的规定,禁止利用未公开信息交易的主体包括证券交易所、期货交易所、证券公司、期货经纪公司、基金管理公司、商业银行、保险公司等金融机构的从业人员以及有关监管部门或者行业协会的工作人员。

二、行政执法与刑事司法实践

(一) 中国证监会行政执法实践

自唐某案后,中国证监会十几年来陆续查处了南方基金原基金经理王某敏、融通基金原基金经理张某、长城基金原基金经理韩某等“老鼠仓”案。据不完全统计,^[14]截至2020年年底,中国证监会及其派出机构针对利用未公开信息交易的违法行为共作出32份处罚,^[15]对37名金融从业人员作出行政处罚或证券市场禁入。其中,在2017年之前,中国证监会处罚的基本都是公募基金从业人员,2017年后查处了一批私募基金从业人员。37名金融从业人员中,绝大部分(32人)为基金经理、投资经理等具有交易决策权或总裁、执行董事等实际掌握交易决策权的人员,少部分(5人)为交易执行人员或来自风险控制部、信息技术部等有交易查看权的从业人员。

早期典型的“老鼠仓”行为是“抬轿子”,即具备投资决策或投资建议职能的从业人员抢先埋伏买入,等基金账户交易拉高股价后又先行卖出获利。例如涂某案,^[16]中国证监会认为,“基金公司对基金财产和基金份额持有人负有诚信义务,基金经理受聘代表基金公司管理基金财产,对基金财产负有忠实、勤勉义务。利用职务便利抢先交易,使个人账户同有关基金相比在交易价格、交易时机上占优,并意图利用基金投资行为为个人账户谋取利益,是典型的背信行为,具有违法性”。随

[14] 根据证监会官网及派出机构网站行政处罚专栏的数据统计。

[15] 中国证监会及派出机构(2008)15号、(2008)22号、(2009)21号、(2010)27号、(2010)28号、(2011)29号、(2011)52号,上海(2014)1号、(2014)84号、(2014)85号、(2017)4号,福建(2017)3号、(2017)4号、(2018)2号、(2018)3号、(2018)11号、(2018)43号、(2019)67号,青岛(2019)2号、(2019)93号、(2019)142号、(2019)145号、(2020)6号、(2020)18号、(2020)72号、(2020)73号,北京(2020)7号,内蒙古(2020)1号,天津(2020)2号行政处罚决定书,及(2008)6号、(2008)9号、(2010)10号、(2010)11号、(2011)5号、(2011)9号、(2014)14号、(2014)15号、(2015)1号、(2016)2号、(2016)14号、(2017)1号,青岛(2019)1号、(2020)15号、(2020)1号市场禁入决定书。

[16] 中国证监会(2010)27号行政处罚决定书。

着中国证监会对“老鼠仓”行为打击力度不断增大,近年来此种典型的“抬轿子”行为被大量规避,实践中开始出现了一些基金从业人员在基金账户买入之后再使用个人账户跟随买入的行为,典型案例如2014年的钟某婧案。^[17]钟某婧获授权能够查询基金投资品种信息,其利用职务之便获取的投资信息,多次同步于或者略晚于基金账户进行交易,虽然钟某婧本身并未有“抬轿子”等利用基金投资行为为个人账户谋取利益的行为,但依然被认为是利用未公开信息交易行为。最近,中国证监会在刘某洁案^[18]中又从无偿利用单位财产、侵占职务成果的角度对利用未公开信息交易行为加以解释,而此种解释似与最高人民法院法官在《〈关于办理利用未公开信息交易刑事案件适用法律若干问题的解释〉的理解与适用》中关于“利用未公开信息交易罪中所利用的信息主要是指证券、期货等金融机构使用客户资金购买证券、期货的投资交易信息,一般属于单位内部的商业秘密……”^[19]的论述相吻合。

中国证监会这十几年来关于规制“老鼠仓”行为之法律基础的对外口径一直是“背信行为说”。信义义务概念缘起于英国信托法律关系中信托受托人对于信托受益人的法定义务。尽管现代资管行业的法律组织形式并不全是信托结构,但信义义务的适用仍具有广泛性。然而,从中国证监会的执法实践来看,“背信行为说”似乎并不足以解释其规制基础。一方面,“老鼠仓”行为人如基金经理,其受聘于金融机构,委托关系存在于金融机构(基金管理人)与投资者(基金份额持有人)之间,因此,受托责任和信义义务亦是基金管理人相对于基金份额持有人而言的,而作为承担职务工作的基金经理,其本身并不直接对基金份额持有人负有信义义务。另一方面,从损害基金财产的角度出发,对于从业人员跟随交易行为,基金财产损失和基金经理利用信息交易行为的因果关系亦难以论证。对于这两点问题,中国证监会似乎亦有所觉察,并曾尝试在涂某案中进行说理。根据该案行政处罚决定书,违

[17] 参见上海证监局(2014)1号行政处罚决定书;朱维、葛康:《钟小婧利用未公开信息案》,载《证券期货行政处罚案例解析》(第1辑),法律出版社2017年版,第344页。

[18] 参见中国证监会(2020)73号行政处罚决定书。

[19] 姜永义、陈学勇、王尚明:《〈关于办理利用未公开信息交易刑事案件适用法律若干问题的解释〉的理解与适用》,载《人民法院报》2020年4月30日,第5版。

背诚信义务又被统一到“避免利益冲突”及“公平交易”原则下进行解释。^[20]

(二) 刑事司法实践

在刑事司法领域,2011年5月,长城久富证券投资基金基金经理韩刚因“老鼠仓”行为成为基金从业人员利用未公开信息交易而获刑的第一人。此后,近10年时间里,关于利用未公开信息交易类案件的刑事审判已数见不鲜。据不完全统计,刑事上利用未公开信息交易罪的既判文书虽仍然主要指向基金从业人员的“老鼠仓”行为,但近年来也有一些突破。

第一,随着中国证监会行政监管执法力度和刑事司法力度的不断加码,金融资管机构一批长期隐蔽的“老鼠仓”交易陆续曝光,资管行业从业人员的“老鼠仓”行为从基金行业向保险资管领域蔓延,陆续出现了太平保险资管李某案及人保资管某冰案。^[21] 在此类资管从业人员从事“老鼠仓”的案件中,刑事司法对行政执法起到了补充、兜底的作用。例如,在肖某彬案中,考虑到行为人不具有基金从业人员身份,中国证监会只能适用证券从业人员买卖股票的条款进行处罚,^[22] 但因刑事规制主体的范围大于《证券投资基金法》的范围,司法机关却可适用利用未公开信息罪给予刑罚。^[23] 无论是商业银行还是保险公司,资管业务的性质本质上和基金管理公司的投资理财是一致的,受托人对

[20] 中国证监会在涂某案行政处罚决定书中写道:“……是一种典型的利益冲突行为。这种行为不仅客观上会对相关股票的市场价格产生不利于有关基金的影响,损害基金财产及基金份额持有人的利益,而且妨碍了正常的交易秩序,破坏了公平、公正的市场交易环境。因此,无论抢先交易是否会对相关股票价格最终产生影响,无论产生的影响大小,也无论当事人是否最终获利,这种行为本身都违背了基金经理的诚信义务,具有违法性,且性质恶劣。”

[21] 上海高级人民法院:李某利用未公开信息交易二审刑事裁定书,案号:(2017)沪刑终18号,2017年6月21日。《人保资产前投资经理老鼠仓细节曝光被判3年零6个月》,载新浪财经网, <http://finance.sina.com.cn/roll/2018-05-24/doc-ihaysvix5261479.shtml>,2021年6月19日访问。

[22] 参见中国证监会(2019)59号行政处罚决定书。

[23] 北京市第二中级人民法院:肖某彬利用未公开信息交易一审刑事判决书,案号:(2020)京02刑初36号,2020年4月2日。

委托人存有受托责任与信义义务,^[24]而非资管公司的投资经理与委托人之间存在信义义务。

第二,证券公司可能同时有经纪、自营、投行、资产管理等多个条线业务,行为人可能利用金融机构自营账户的股票投资信息而非客户资金的交易决策信息进行交易,此种情况下行为人并非违背了受托责任,而是违背了公司职能规定,理应属于侵占公司财产的行为,此类案例如唐某、张某灏案。^[25]

第三,尽管目前还未见到监管机构工作人员因本罪判刑的实例,但实践中已有金融基础设施单位工作人员触犯本罪的情况,根据涂某利用未公开信息交易罪判决书,^[26]涂某本人为中国证券登记结算公司深圳分公司的员工,其利用因职务便利获得的机构交易信息进行跟随交易获利。此种情况,行为人根本不存在受托责任,只存在对职务规则的违反。

(三)小结

根据目前的行政执法和刑事司法实践,利用未公开信息交易行为的规制实践亦超出立法之初“老鼠仓”模式的范畴。无论是行政还是刑事上,用违反信义义务去解释利用该未公开信息交易行为的不法性,既不合适又不周延。笔者认为,就立法整体逻辑、体系框架和规制实践而言,内幕交易和利用未公开信息交易实质并无不同,正如最高人民法院法官在《〈关于办理利用未公开信息交易刑事案件适用法律若干问题的解释〉的理解与适用》中提到的,“利用未公开信息交易罪与内幕交易罪的区别主要是信息的内容、性质不同”。^[27]因此,禁止特定人员利用因职务便利获悉的未公开信息进行交易类似一种行为规范,更适合从禁止不公平交易、禁止损害投资行业的信赖、破坏金融管理秩序的角度去理解。

[24] 参见卢勤忠:《利用未公开信息交易罪的认定》,载《政法论丛》2010年第1期。

[25] 上海市第一中级人民法院:唐某、张某灏利用未公开信息交易罪刑事判决书,案号(2018)沪01刑初7号,2018年3月20日。

[26] 广东省高级人民法院:涂某、涂某利用未公开信息交易二审刑事裁定书,案号:(2018)粤刑终479号裁定书,2018年5月24日。

[27] 同前注[19]。

三、新《证券法》背景下的冲突弥合与遗留问题

(一) 新《证券法》背景下禁止利用未公开信息交易的法理基础

《证券法》在修订时借鉴了《刑法》的相关规定,引入了禁止利用未公开信息从事证券交易的要求。^[28] 自此证券行政监管领域禁止利用未公开信息交易的主体范围大大扩张,增加了证券交易场所、证券公司、证券登记结算机构、证券服务机构和其他金融机构的从业人员以及有关监管部门或者行业协会的工作人员。

从新《证券法》第54条的规制主体来看,证券交易场所、证券公司、证券登记结算机构、证券服务机构、有关监管部门等主体与第51条证券交易法定内幕信息知情人的范围重合,考虑到上述多数主体对于信息来源主体难以有信义义务,且从体系安排来看利用未公开信息交易和内幕交易条文相接,甚至在法律责任部分两类违法行为还被纳入同一条,从这个角度来看《证券法》中禁止利用未公开信息交易的规定应当是从禁止“内幕交易”的法理基础出发,只是对于信息范围的界定与内幕信息不同。可以说,新《证券法》对本条的修订使得禁止利用未公开信息交易的法理基础可能统一回归到禁止“内幕交易”体系之下,这也应当成为今后行政执法实践与刑事制裁实践弥合的契机。

(二) 新《证券法》修订后仍遗留的问题

1. 涉及《证券法》和《证券投资基金法》的竞合问题

关于《证券投资基金法》第21条与《证券法》第54条的适用。根据中国人民银行发布的《金融机构编码规范》,证券投资基金管理公司属于金融机构涵盖范围。《证券法》第54条禁止“其他金融机构”的从业人员利用因职务便利获取的内幕信息以外的其他未公开的信息交易。从文义解释的角度来看,证券投资基金从业人员利用未公开信息交易显然违反了本条规范。考虑到《证券投资基金法》相比《证券法》

[28] 参见王瑞贺、程合红主编:《中华人民共和国证券法释义》,中国民主法制出版社2020年版,第124页。

属于特殊法相较于一般法的关系,因此,从法律适合原则的角度,对于基金经理的行为还应适用《证券投资基金法》的规则。但产生的一个问题是,对于性质类似的行为仅因适用法律的不同就会产生处罚幅度的差异。例如,证券公司也存在资产管理业务,其性质与基金公司从事基金管理业务并无二致。事实上,证监会以往确实曾通过引用《公开募集证券投资基金运作管理办法》第58条关于“证券公司管理的投资者超过二百人的集合资产管理计划须遵守《证券投资基金法》关于管理人及从业人员禁止从事利益输送、非公平交易、内幕交易等规定”的规定,进而适用《证券投资基金法》对证券公司的工作人员进行处罚。^[29] 新《证券法》出台后,证券公司从业人员利用资管计划账户相关未公开信息进行交易的不法行为已经有了对应的规制条文,从上位法优于下位法的原则,自然不宜再引用《公开募集证券投资基金运作管理办法》去适用《证券投资基金法》。

然而,《证券投资基金法》第21条与《证券法》第54条的罚则规定的罚款范围差异较大,触及性质相同的不法行为时,对于基金经理仅需处以“违法所得一倍以上五倍以下罚款,没有违法所得或者违法所得不足一百万元的,并处十万元以上一百万元以下罚款”;但对于证券公司集合资管计划的投资经理,可处以“违法所得一倍以上十倍以下的罚款;没有违法所得或者违法所得不足五十万元的,处以五十万元以上五百万元以下的罚款”,这种仅依据主体身份的不同进行处罚的方式,似不符合公平原则以及行为与处罚相适应原则。

2. 期现规定不统一、其他资管领域行政立法依旧缺失的问题

《期货交易管理条例》于2007年通过并施行,其中第85条第11项对内幕信息进行了定义,^[30]此后,《期货交易管理条例》虽历经多次修订,但关于内幕信息的规定并未作修改。2021年10月《期货和衍生品

[29] 参见中国证监会(2019)145号行政处罚决定书。

[30] 《期货交易管理条例》第85条第11项:内幕信息,是指可能对期货价格产生重大影响的信息,包括:国务院期货监督管理机构以及其他相关部门制定的对期货价格可能发生重大影响的政策,期货交易所做出的可能对期货价格发生重大影响的决定,期货交易所会员、客户的资金和交易动向以及国务院期货监督管理机构认定的对期货价格有显著影响的其他重要信息。

法(草案二次审议稿)》向社会公众征求意见,草案二审稿关于内幕信息的规定沿袭了《期货交易管理条例》。^[31] 据此,政策信息、行业信息和交易信息都被纳入了内幕信息的范畴,其关于内幕信息的范围要远大于《证券法》的对应规定。在刑事领域,2019年最高人民法院、最高人民检察院《关于办理利用未公开信息交易刑事案件适用法律若干问题的解释》第1条关于未公开信息的解释包含了“期货的投资决策、交易执行信息”以及“其他可能影响期货交易活动的信息”,再结合《刑法》第180条第3款“内幕信息、知情人员的范围,依照法律、行政法规的规定确定”的规定,显然,在期货市场利用政策、交易信息进行交易是被归类于内幕交易罪范畴。

也就是说,利用交易信息或政策信息进行交易,如发生在现货领域,限于证券法对于内幕信息的窄口径立法模式,行为将被归类于利用未公开信息交易,而若发生在期货领域,则可以被归类于内幕交易。与行政立法不同,《刑法》第180条第4款的主体规定中包含了“期货交易所、期货经纪公司”从业人员,也即中国证监会若在认定期货交易所、期货经纪公司从业人员进行内幕交易后将其移送司法机关,涉嫌违法的罪名可能会变成“利用未公开信息交易”。虽然期货与证券分属不同种类的金融产品,但考虑到金融市场监管的统一性以及证券、期货执法司法思路的一致性,很难想象,同样可能是利用交易信息或政策信息,仅因为期货、现货领域的不同而被归入不同违法行为。

尽管目前为止,期货市场的犯罪主要集中于操纵领域,但未来亦不排除利用信息的交易犯罪,如光大乌龙指事件就已经涉及了期货内幕交易违法行为。^[32] 考虑到《期货交易管理条例》立法较早,彼时《刑法》尚未集中针对未公开信息交易行为的特点独立设置罪名,无论是

[31] 《期货和衍生品法(草案二次审议稿)》第14条规定:“本法所称内幕信息,是指可能对期货交易或者衍生品交易的交易价格产生重大影响的尚未公开的信息。期货交易的内幕信息包括:(一)国务院期货监督管理机构以及其他相关部门正在制定或者尚未发布的对期货交易价格可能产生重大影响的政策、信息或者数据;(二)期货交易场所、期货结算机构作出的可能对期货交易价格产生重大影响的决定;(三)期货交易场所会员、交易者的资金和交易动向;(四)相关市场中的重大异常交易信息;(五)国务院期货监督管理机构规定的对期货交易价格有重大影响的其他信息。”

[32] 参见中国证监会(2013)59号行政处罚决定书。

监管机构还是学界关于内幕信息的范围尚未有明确而统一的观点,因此国务院把相关政策信息、交易信息纳入内幕信息,是根据社会生活需要的前瞻性立法,其本身是合理的。但问题在于,在我国采取内幕交易罪、利用未公开信息交易罪并行立法的模式下,内幕信息与未公开信息理应在信息内容的划分上有明确的区别,否则会陷入此罪与彼罪的区分困境。这时候亟须新的立法或司法解释予以释明。一个解决的办法是通过《期货法》立法,将未公开的具有价格敏感性的监管信息如政策信息、交易信息等统一认定为未公开信息,这样便能与我国内幕交易罪、利用未公开信息交易罪平行立法模式相协调。

另外,在证券期货之外,《商业银行法》《保险法》目前尚未规定资产管理机构从业人员利用未公开信息从事违法交易的禁止性条款。尽管《证券法》利用未公开信息交易条款叙述中对于“金融机构”并没有做过多限制,且根据《中国人民银行关于印发〈金融机构编码规范〉的通知》,银行、保险、信托等机构都属于“金融机构”的范围,但这个问题的难点在于监管主体的确定,而这与我国近年几十年来分业监管的实际情况有关。对于银行理财、信托机构、保险资管等大资管领域下的“老鼠仓”行为,行政监管上确存有空白,目前来说,似乎亦只能通过刑事司法一统资管天下。

3. 规制主体范围过窄的问题

我国《刑法》第180条第1款规定的内幕交易罪主体为“证券、期货交易内幕信息的知情人员或者非法获取证券、期货交易内幕信息的人员”。最高人民法院、最高人民检察院《关于办理内幕交易、泄露内幕信息刑事案件具体应用法律若干问题的解释》第2条对非法获取内幕信息的人员进行了解释,涵盖了与发行人或上述内幕人员具有特殊关系而非法获得内幕信息的人员以及利用非法手段取得内幕信息的人员,如黑客侵入、盗窃偷听等。相比之下,《刑法修正案(七)》和《证券法》对利用未公开信息交易行为都只将通过正常渠道获取未公开信息的人员规定为违法犯罪主体,没有将非法获取未公开信息的人员纳入其中。有学者认为这样立法的主要原因是,立法者认为未公开信息对证券、期货市场比内幕信息的影响小,没有必要像保护内幕信息那样给

予同样的保护。^[33] 但这一观点早在马某案中已经被司法机关否定。^[34] 司法机关认为,内幕交易罪和利用未公开信息交易罪的主要差别在于信息范围不同,既然如此为何利用未公开信息交易罪只限于特殊主体呢?一种解释是说利用未公开信息交易罪属于职务犯罪。对于职务犯罪中的非特殊主体,可以通过共犯论解决。例如,王某等人利用未公开信息交易案,^[35] 重庆市第一中级人民法院认为,“《刑法》规定利用未公开信息罪的主体为特殊主体,虽然王某强、宋某祥本人不具有特殊主体身份,但其与具有特殊主体身份的王某系共同犯罪,主体适格”。然而在实践中,也有一些案件的主体完全不具有特殊身份,在法律适用上存在疑难。例如,辽宁省高级人民法院和葫芦岛中级人民法院审理的利用木马病毒非法获取内幕信息及交易信息的案件。^[36] 该案中,行为人制作并使用木马病毒非法获取了交易信息和收购信息,并利用相关信息进行交易:一是利用从华夏基金管理有限公司等多家基金公司计算机系统内非法获取的交易指令,进行相关股票交易牟利,总计获得违法所得183万余元;二是利用木马病毒从中信证券股份有限公司非法获取了《中信网络1号备忘录——关于长宽收购协议条款》等多条内幕信息,在内幕信息敏感期内进行相关的股票交易,获取违法所得1.9万余元。最后,一审判决关于交易行为的判决仅涉及内幕交易罪,实际对于利用非法获取的交易信息进行的交易犯罪并没有针对

[33] 参见浙江省丽水市人民检察院课题组:《利用未公开信息交易罪疑难问题探析》,载《河北法学》2011年第5期。

[34] 参见最高人民法院指导案例第24号:《马某利用未公开信息交易案》。最高人民法院认为:“利用未公开信息交易罪与内幕交易、泄露内幕信息罪的违法与责任程度相当,法定刑亦应相当。内幕交易、泄露内幕信息罪和利用未公开信息交易罪,都属于特定人员利用未公开的可能对证券、期货市场交易价格产生影响的信息从事交易活动的犯罪。两罪的主要差别在于信息范围不同,其通过信息的未公开性和价格影响性获利的本质相同,均严重破坏了金融管理秩序,损害了公众投资者利益。刑法将两罪放在第一百八十条中分款予以规定,亦是对两罪违法和责任程度相当的确认。因此,从社会危害性理解,两罪的法定刑也应相当。”

[35] 参见最高人民法院指导案例第65号:《王某等人利用未公开信息交易案》。

[36] 《辽宁高院审理特大利用木马病毒实施内幕交易案》,载新华网, http://www.xinhuanet.com/legal/2020-10/06/c_1126577862.htm, 2021年6月19日访问;《IT男制作木马病毒入侵华夏基金、中信证券等多机构,盗取交易指令跟随操作,12年获利186万》,载财联社, <https://www.cls.cn/detail/588222>, 2021年6月19日访问。

性的规制,仅同时判处了非法获取计算机信息系统数据、非法控制计算机信息系统罪,也即仅对非法获取行为进行了惩治。然而,实际该案中从交易金额来看,行为人更主要是通过交易信息而非内幕信息进行牟利,但限于利用未公开信息交易罪属于特殊身份犯罪,仅将通过职务便利得到未公开信息的人员作为犯罪主体,忽略了黑客、偷听偷录和利用其他非法手段获取信息的人员。显然,将利用未公开信息交易的主体局限于金融机构从业人员以及通过常规手段获取信息的人员,其规制范围略显狭窄。

四、结论

对于基金从业人员“老鼠仓”行为,行政执法机关长时间里一直支持“背信行为说”,但“背信行为说”的解释一方面与刑事立法初衷并不一致,致使行政执法与刑事司法的规制逻辑始终无法统一;另一方面也无法支持现行执法中对跟随交易行为等非典型“老鼠仓”行为的禁止。随着新《证券法》的修订,禁止利用未公开信息交易的主体范围大幅扩张,相关立法模式与《刑法》利用未公开信息交易罪的模式颇为相似。可以预测的是,行政执法过程中原先坚持的“背信行为说”在未来更加难以概括解释所有利用未公开信息交易行为。相较之下,从禁止不公平交易等角度出发,坚持“内幕交易说”以及内幕交易与利用未公开信息交易平行立法的模式或可统一行政执法与刑事裁判理念。

尽管上述讨论可部分化解行政执法与刑事司法之间的冲突,但还是留下了一些有待解决的议题,如《证券法》与《证券投资基金法》在部分违法行为上的竞合、期现市场关于内幕交易和利用未公开信息交易的立法模式不统一、利用未公开信息交易规制主体较窄等问题,尚待进一步研究。

(编辑:胡睿超)